

ソブリン格付けの影響に関する先行研究レビュー

木谷 耕平*

A Literature Review on the Impact of Sovereign Credit Ratings

Kohei KIYA

要旨：ソブリンの格付けは、ソブリンの債務リスクを評価する目安として現在の経済において欠かせない。しかし、ソブリン格付けは、格付けの変化が経済変動を増幅させるなど過大な影響を及ぼしているとして批判されてきた。本稿では、ソブリン格付けが経済に及ぼす影響について、資本市場、投資、経済成長の観点から先行研究をレビューする。

Abstract :

Sovereign credit ratings play an important role in modern economy through providing market with credit risks of a government ; however, they have been criticized for their sever influence on economies especially in the period of economic crisis. This paper reviews existing literature on the impact of sovereign credit ratings, focusing especially on their impact on capital market, investment and economic growth.

キーワード：ソブリン格付け、投資、資本市場、経済成長

はじめに

ソブリン格付けは、「ある国の政府が発行する外貨建ての国債や政府保証債などの元本や利子の支払いの安全度を示す、格付け会社の評価」である^{1,2)}。ソブリンに限らず、企業や債券に格付けを発行するのが格付会社であり、グローバルに活動し、市場の中心となっているのが Standard and Poor's (S&P)、Moody's (ムーディーズ)、Fitch (フィッチ) の大手3社である。格付各社によって多少表記に違いはあるものの、格付けは「A-」のような簡単な記号によって表される。

ソブリン格付けは、金融機関の引当金の算定や金利水準の設定、投資家のポートフォリオ形成な

ど、様々な場面に用いられる。「格付けはいわば、信用リスクを議論する市場の共通基準であり、共通言語である。発行体も格付けを取得せずには資本市場へアクセスできない」(森田、2011) というほど、信用格付けは市場において重要な役割を果たしている。

このように市場で重要な役割を果たしているソブリン格付けであるが、格付けの方法や格付会社のあり方を巡っては、かねてから様々な批判がなされてきた。例えば Freidman (1995) は、1990年代のメキシコやカナダを例に挙げ、「事実、我々は2つのスーパーパワーが存在する世界に住んでいるといえるかもしれない。それは米国とムーディーズである。米国は爆弾で一国を破壊する

*旭川大学経済学部准教授

1) 日本経済新聞電子版、「成長力に信用度追いつかず」、2011年2月20日 (http://www.nikkei.com/article/DGXNASFZ180IS_Y1A210C1K16100/、2017年2月1日アクセス)。

2) ソブリン (Sovereign) とは、一般には君主や主権者といった意味を持つ。

が、ムーディーズは債権を格下げすることで破壊する」とし、その上で、「ムーディーズと債券市場は、民主主義に、民主主義が引き受けることのできない経済・社会的な意思決定を強いている」としている。日本でも、2002年に日本の格付けを巡って格付会社と財務省との間で議論が交わされた³⁾。また、欧州ソブリン債務危機の際も、格付会社が混乱を助長したとして批判された (Alsakka & Gwilym, 2013; Polito & Wickens, 2014)。ソブリンではないものの、米国のサブプライムローン危機においても、サブプライムローン関連証券化商品の格付けに問題があったとして批判されている⁴⁾。

ソブリン格付けを巡っては様々な批判があるが、ソブリン格付けに代わる指標は現在のところ存在しない。ソブリンの信用評価には多額の費用や有能な人材が必要であり、外部格付けを利用せず独自で信用評価をすることは現実的ではない。EUの格付会社の規制を巡る議論では、民間格付会社への依存を減らすため新たな格付会社を設立する計画もあったが、費用の問題から実現していない (Polito & Wickens, 2014)。格付会社によるソブリン格付けには問題があるものの、今後も大きな役割を果たして行くことに疑いの余地はない。

本稿では、格付会社によるソブリン格付けが、その国の経済にどのような影響をどの程度与えるのかについて先行研究をレビューし、今後の研究の展望と必要性を明らかにする。先に述べた通り、格付会社によるソブリン格付けを利用しない、あるいは格付けを禁止するということは現実的ではない。より中立で有効な格付けの在り方を検討するためには、格付けがどのような影響を持っているのかを明らかにする必要がある。現在の

ところ公的な格付け機関の設立などは実現化していないが、もしソブリン格付けの経済的なインパクトが非常に大きいものであるならば、そうした政策も選択肢となりえる。本稿は、ソブリン格付けの経済的なインパクトについてこれまでに何が明らかになり、今後どのような研究が求められるのかを展望する。それにより、今後の信用格付けの在り方を巡る議論や政策立案に資することを目的とする。

なお、ソブリン格付けに関する研究をレビューした論文はすでにいくつか存在する。本稿はそれらを踏まえつつ、主要論文や最新論文を中心に、先行研究を資本市場への影響と投資や経済成長といった実体経済への影響の2つに分けて整理する⁵⁾。格付けは本来信用リスクに関するシグナルであり、短期で景気変動に関係することはあっても、長期の投資や経済成長など実体経済に影響を及ぼすとは考えにくい⁶⁾。しかし、もし格付けが実体経済にも影響を及ぼすのであれば、格付会社の規制や格付けの在り方についての議論もそれらを考慮すべきである。

本稿の構成は以下の通りである。次節では、ソブリン格付けとは何を意味し、どのように決まるのかを整理する。第2節では、ソブリン格付けがどのような経済的インパクトを持つのかをトピックごとにレビューし、今後の研究の方向性を示す。最終節では、本稿の議論を振り返る。

1. ソブリン格付けとは何か

この節では、次節でソブリン格付けの影響を議論する上で前提となる、ソブリン格付けの意味や決定方法について整理する。

3) 財務省、「外国格付け会社宛意見書要旨について」、2002年4月30日。この書簡の中で財務省は、①デフォルトの定義、②財政指標以外の経済ファンダメンタルズの格付けへの反映、③各国間の格付けの整合性、について格付会社に説明を求めた。

4) 2013年に米司法省は、S&Pを2007年のサブプライム住宅ローン関連の金融商品の格付けに問題があったとして民事提訴した。その後、2015年に総額15億ドルをS&Pが司法省などに支払うことで和解した。

5) 先行研究のサーベイは、Econlit及びGoogle Scholarを主に用いて“Sovereign Credit Ratings”をキーワードに行った。その上で、多くの論文で参考文献に挙げられているものをさらにサーベイした。

6) 長期では投資は投資リターン、経済成長は投入量によって決まる。長期では情報がより完全に近く、格付けが長期で投資や成長に影響を与えるとは考えにくい。

1.1 信用格付けの意味

いわゆるソブリン格付けというときには、長期発行体格付けのことを意味している。信用格付けには、個別の債権に対する格付けと政府や企業など債権の発行者に対する格付け（発行体格付け）があり、ソブリン格付けは国債の発行体である国の信用リスクを表している。ここでは、ソブリンに限らず、発行体格付けとは何を表しているのかを整理する。

格付会社による定義では、「発行体格付けは、債務者の総合的な信用力についてのフォワードロッキングな意見を示すものである。発行体格付けは、金融債務を期日通りに履行する債務者の能力と意思とに焦点を当てたものである。発行体格付けは、債務の種類や条件、倒産や清算の際の順位付け、法律上の優先的な地位、合法性や強制力は勘案しておらず、個々の金融債務に対するものではない。」（S & P, 2016）となっている。より一般的に解釈すると、格付けは「『元利金が当初に約定された通りに支払われなくなる蓋然性』すなわち、金融債務の『デフォルト（債務不履行）までの距離を示している』」（森田、2010）といえる。

1.2 信用格付けの発展と役割

なぜ信用格付会社が繁栄し続けているのかを議論した Partony (1999) によると、格付けの歴史は 19 世紀の米国に遡る。絹ビジネスを営んでいた Lewis Tappan は、1837 年の恐慌によって絹ビジネスが破綻すると、それまでの顧客情報を利用し初めての商人向けの信用会社を設立した。Tappan の会社が繁栄すると、特に株式や債券への投資において、Tappan のアイデアに倣った信用機関が現れ、そうした中に S&P の前身である Poor's Publishing Company があった。また、1900 年代初頭に西部開拓で鉄道建設が盛んになると、John Moody が、鉄道会社に関する数多くのレポートの情報を合成し、その結果をアルファベット記号で表すことを思い立ち、その格付けスキームを Manual of Railroad Securities として出版した。

こうして始まった信用格付けは、現在様々な場面で、様々な人々によって利用されている。森田 (2010) によると、格付けは、「信用リスク評価のツール」、「簡単な記号によるグローバル比較の提供」、「情報生産コストの軽減」、「投資家・発行体間における情報の非対称性の緩和」、「投資家の代理機能」、「債券市場の安定維持」、「規制のサポート機能」といった役割を果たしている。また、格付けは、投資家、発行体自身、銀行、規制担当者等によって利用されている。森田 (2010) では、信用格付け全般についてこれらの役割と利用者を挙げているが、ソブリン格付けについても市場において信用情報を提供するという役割は同様であり、利用に大きな違いはない。

1.3 ソブリン格付けの方法

ソブリンの信用格付けはどのように決定されるのだろうか。ソブリン格付けの決定方法は、各格付会社によって公表されている。以下では、S&P の手法を中心に紹介する。

S&P が公開しているソブリン格付けの方法によると、格付けは以下の 5 点を主要な格付け要因としている⁷⁾：「政治システム・ガバナンスの実効性と安全保障リスク（政治システムの評価に反映される）」「経済構造と経済成長見通し（経済評価に反映される）」「対外流動性と国際投資ポジション（対外評価に反映される）」「財政パフォーマンス、財政の柔軟性、債務負担（財政評価に反映される）」「金融面の柔軟性（金融評価に反映される）」。

これら 5 点について、定量的要因と定性的検討項目に基づいて 6 段階で評価する。次に、政治と経済のプロフィールと、対外、財政、金融評価に基づく柔軟性・パフォーマンスのプロファイルをそれぞれ決定する。これら 2 つのプロファイルを組み合わせ、さらに補正的な調整を適宜行い、ソブリンの外貨建て格付けが決定される。自国通貨建ての格付けは、この外貨建て格付けを基に決定される。

ムーディーズでは、「経済力、制度の頑健性、

7) S&P (2015)

政府の財政力、およびイベント・リスクに対する感応性という4つの主要要因の相互作用」を基礎として格付けを行っており、フィッチも「ショックに対する脆弱性を左右する経済の構造的特性」「成長見通し、経済の安定性並びに政策の一貫性及び信頼性を含むマクロ経済に関する実績、政策と見通し」「財政」「対外資金調達」を格付けにおいて重視するとしている⁸⁾。政治・経済的要因を定量的・定性的に評価するのは、格付3社に共通である。

1.4 ソブリン格付けを巡る批判

経済において重要な役割を担う格付けであるが、これまで経済危機のたびにその問題点が指摘されてきた。例えば Ferri et al. (2009) は、アジア通貨危機では、格付会社が危機の予測に失敗した後、格付けが極度に保守的になり、東アジア諸国の格付けをファンダメンタルズの悪化以上に引き下げた。その結果、海外からの借入コスト上昇と国際資本供給の減少を招き、経済危機を増大させたとしている。

2007年のサブプライムローン問題では、ソブリンではないものの、サブプライムローン関連証券化商品の大量で大幅な格下げが、金融危機の要因の一つになったと指摘されている(田中・石渡、2016)。また、欧州ソブリン債務危機でも、ギリシャ、アイルランド、ポルトガルのソブリン格付け変更が早すぎ、かつ行き過ぎであったと批判されている(Ryan, 2012)。こうした批判の中で、各国では格付会社の規制が検討・実施されている。

本稿は、ソブリン格付けのあり方に関する議論に貢献することを目的とし、ソブリン格付けが経済にどのような影響を与えるのかを、先行研究のレビューから明らかにする。格付け変更に関する先行研究レビューとしては、例えばソブリン格付けと民間企業活動についての研究を幅広くサーベイした Mai Nguyen and Knyphausen-Aufseß (2014) がある。本稿では、資本市場、投資、経済成長の

3点から、より最新の研究をカバーしつつ先行研究をレビューする。

2. ソブリン格付けの経済的影響

本節では、ソブリン格付けがマクロ経済に与える影響をレビューする。前述の通り、ソブリン格付けはソブリンの政治・経済パフォーマンスや対外ポジション、財政、金融セクターの評価によって決定される。したがって、格付けは当該国の政治・経済状況が変化すれば影響を受ける。一方で、信用格付けの変更は当該国の信用力(債務返済能力や意思、経済・政治状況)について投資家やその関係者にシグナルを送る。このシグナルは、様々な経路を通して当該国の経済に影響を与えと考えられる。

ソブリン格付けを巡る研究は大きく2つのカテゴリーに分けられる(Afonso et al., 2012; Mai Nguyen and Knyphausen-Aufseß, 2014)。第一に、ソブリン格付けが何によって決まるのかを検証した研究がある。信用格付けの主要な要因は各格付会社に概ね共通しているが、必ずしも同一ではない。また、同一の要因であってもウェイトや定性的な評価は同一ではない。さらに、格付け市場が大手格付3社による寡占であることから、格付会社の相互依存関係が格付けに影響を与えているとする研究もある⁹⁾。各社が公表する格付け手法だけでは必ずしも実際の格付けの決定要因を捉えることができないため、格付けがどのように決まっているのかを検証する必要がある。

第二に、格付け変更が当該国や周辺国の市場に与える影響を検証した研究がある。格付けの変更が影響を及ぼすのは、当然ながら当該国の国際金融市場へのアクセスである。例えば格下げは信用リスクの上昇を意味し、借入金利を上げる。これは、格付けが本来担う役割であり、その影響は自明のここのようであるが、必ずしもそうではない。もし人々が合理的で情報が完全であるならば、格付けの変更はすでに織り込み済みであり、市場に影響を及ぼすことはないはずである。格付

8) Moody's (2016)、Fitch (2016)

9) 例えば、Cohen and Manuszak (2013) など。

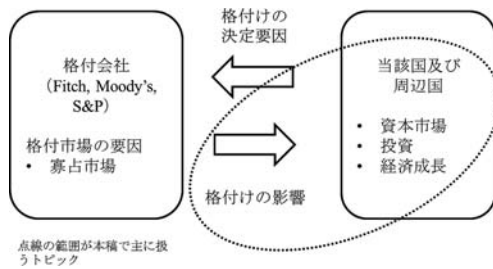


図1 ソブリン格付けを巡る研究
出所：筆者作成

け変更が影響を与えるならば、格付け変更が新たな情報を含んでいることになる。したがって、格付けと資本市場の関係を分析することで、情報の伝わり方や人々の情報への反応について新たな知見を得ることができる。また、一国の格付けの変更は、同じような条件にある他国の信用力についてのシグナルとなり得るので、格付けの影響が他国に伝播する可能性もある（「スピルオーバー効果」）。さらに、ソブリン格付けの変更は、株式市場や民間企業の借り入れにも影響を与える可能性がある。

本稿では、主に第二の点について先行研究をレビューする。図1は、ソブリン格付けを巡る研究を整理したものであり、点線の範囲が、本稿が対象とする分野である。レビューでは、資本市場だけでなく、ソブリン格付けが投資や経済成長といった長期の実体経済に与える影響にも注目する。

2.1 資本市場への影響

格付けの変更は当該国の債務返済リスクの変化を意味するものであり、当該国の借入コストを変化させる。格付け変更がもたらす影響を検証した初期の論文として、Cantor and Packer (1996) がある。この論文では、①S&P と Moody's のソブリン格付けの決定要因、②格付けがソブリンの借入コストに与える影響、の2点を検証した。1995年9月時点の49か国のソブリン格付けのデータ

を用いた推計から、2社の格付けはほぼ同様の要因（一人当たり所得、GDP 成長率、インフレ率、対外債務、経済発展の度合い、デフォルト履歴）によって決まっているものの、ウェイト付けは異なることを明らかにした。また、格付け変更に関する発表が利回り（米国債とのスプレッド）に与える影響を1987～1994年のデータを用いたイベント分析によって検証し、格付け変更の発表自体が利回りに影響を与えることを明らかにした¹⁰⁾。

Cantor and Packer (1996) を、アジア通貨危機を含む1989～1997年のデータを用いて発展させたのが、Reisen and Maltzan (1999) である。この論文では、新興国を多く含むデータから、ソブリン格付けが新興市場の貸し出しにおける拡大と縮小（Boom and Bust）を助長したのか抑制したのかを検証した。イベント分析から、格付け変更は新興国のイールドスプレッドに影響を与えることを明らかにした。また、格付けが Boom and Bust に先んじるのかどうかを検証し、格付けの変化はスプレッドの変化に先んじるものではなく、双方向の影響があることを示した¹¹⁾。

ソブリン格付け変更とソブリン債券のスプレッド（CDS スプレッド）との関係を先進国のより新しいデータを用いて検証した研究として Afonso et al. (2012) がある。この論文では、1995年1月～2010年10月のEUのデータを用いて、格付け変更発表についてのイベント分析を行った。その結果、スプレッドは格付けや見通しの変化に、特にネガティブな発表の場合に反応すること、また、格付け変更にはスピルオーバー効果があり、特により格付けの低い国から高い国へと影響することを示した。

こうしたソブリン格付けのスピルオーバー効果を検証した論文も多く存在する。その初期の研究のひとつとして Kaminsky and Schmukler (2002) がある。この論文では、16の新興市場の1990年1月～2000年6月のデータを用いて、ソブリン格

10) 前述の通り、市場が格付けの変更をすでに予想していれば、変更自体の影響は小さいものになる。Cantor and Packer (1996) では、発表当日と翌日のみに限って利回りがどう変化するかを検証した。その結果、格下げではスプレッドは0.9%ポイント上昇し、格上げでは1.3%ポイント下落した。

11) 格付けが Boom and Bust を抑制しているならば、格付け変更はスプレッドに先んじて変化しているはずであるが、そうした結果は示されなかった。

付け変更の自国への影響と他国へのスピルオーバー効果を検証した。推計では、格付けの変更が自国のイールドスプレッドや株価に影響を与えるだけでなく、近隣国のイールドスプレッドや株価にも影響を与えることを明らかにした。Grande and Parsley (2003) は、より多くのデータとコントロール変数を加えることで Kaminsky and Schmukler (2002) を発展させた。論文では、先進国を含む 34 か国 1991～2000 年のデータを用いて、格付けの変更が他国のソブリン信用スプレッドに与える影響を分析し、スピルオーバー効果が存在すること、そして格上げはスプレッドに影響しないが、格下げはスプレッドの上昇につながることを明らかにした。

直近では、欧州債務危機における格付け変更の影響を分析した研究が見られる。例えば Alsakka and Gwilym (2013) は、ソブリン格付けのイベントが外国為替市場にどのように影響を与えるのかを、2000～2006 年と 2006～2010 年の二つの期間について、欧州と中央アジアのデータを用いて分析した。その結果、格付けアウトルックや格付けウォッチの方が実際の格付け変更よりも影響が大きく、為替市場の反応は金融危機中の方が危機前よりも大きいことなどを明らかにした。Afonso et al. (2014) は、2008～2009 年の経済金融危機の前と危機中について、ソブリン格付けの変更が、株式市場や国債市場の変動にどのように影響したのかを EU 21 か国の日次データを用いて分析した。その結果、格上げは変動に対して影響を持たないが、格下げは株式市場の変動を同時かつ 1 ラグで増大させ、債券市場でも 2 ラグ後に同様の影響があることを示した。また、一国の格上げは利子率が低い他の国々の変動を減らす一方、格下げは利子率が高い他の国々の変動を増大させることを示した。

ソブリン格付けの変更は、民間企業の借り入れにも影響を与える。例えば、企業の格付けがソブ

リンの格付けを上回ることはないという「ソブリン・シーリング」がある¹²⁾。ソブリン格付けの変更は、少なからず民間企業の格付け、そして借入コストに影響を与える。

民間企業へのソブリン格付けの影響については、Mai Nguyen and Knyphausen-Aufseß (2014) が詳しい先行研究レビューを行っている¹³⁾。そのレビューによると、まず企業の借り入れに関して、格下げは企業の借入資本へのアクセスを制限するが、ソブリン・シーリングが成り立っていない場合もあり、必ずしもシーリングが厳格に適用されているわけではないことがこれまでに明らかになっている。また、輸出企業なのか金融業なのかといった企業のタイプによっても影響が異なる、としている。出資資本に関しては、格付け変更が株価に影響を与えること、さらに自国の格付けだけではなく、他国の格付けからのスピルオーバー効果もあることなどが明らかになっている。

以上のように、格付け変更が資本市場に与える影響については先行研究が非常に多く、これまでに豊富な成果が得られている。ただし、どういうメカニズムで格付け変更が資本市場に影響を与えるのかは、さらなる研究が求められる。なぜ格下げと格上げで影響が違うのか、アウトルックの変更と格付けの変更で影響が異なるのはなぜかということには、人々の心理や非合理的行動を扱う行動経済学からのアプローチが有効だと考えられる。また、Mai Nguyen and Knyphausen-Aufseß (2014) が指摘しているが、民間企業への影響に関しては、ローン市場への影響の分析や産業ごとの影響の分析など、さらなる発展の余地がある。

2.2 投資への影響

上記の通り、ソブリン格付けは、資本市場で企業の借入コストや株価に影響を与える。その結果、投資にも影響することが予想される。また、ソブリン格付けがその国の政治・経済状況のシグ

12) 格付会社は、民間格付けがソブリン格付けを上回ることを認めているもののまだ一般的ではない (山澤, 2003; Almedia et al., 2014)。

13) Mai Nguyen and Knyphausen-Aufseß (2014) によると、ソブリン格付けと民間企業活動の関係についての研究は、①資本調達、②一般的なビジネス環境、③FDI などの国境を超えた投資、の 3 つのトピックに分けられるとしている。

ナルとなるならば、格付けは、海外直接投資（FDI）にも影響を与えられ得る。

Mai Nguyen and Knyphausen-Aufseß (2014) は、ソブリン格付けと民間企業の国際的な投資に関する先行研究レビューを行っている。それによると、概ね、当該国への FDI とソブリンの信用力の間には正の関係があることがこれまでに示されている。ただし、投資に関する研究は、ソブリン格付けの影響がそれほど直接的で直観的ではないことから、これまでのところ借入や株式よりも既存研究に限られる、としている。

FDI と格付けの関係を検証した研究は限られているものの、直近ではトルコにおける関係を分析した Bayar and Kılıç (2014) がある。この論文では、1995 年 1 月から 2013 年 7 月までの時系列データを用いて、ソブリン格付けと FDI との関係を検証した。分析から、ソブリン格付けと FDI 流入には正の関係があること、格付会社によってその影響が異なることなどを明らかにした。

国内民間投資へのソブリン格付けの影響を分析した研究はさらに限られ、筆者の知る限り Chen et al. (2013) しかない。Chen et al. (2013) では、ソブリン格付けの変化が資本コストに影響し、それが投資に影響するという仮説を検証している。例えば、格下げが起こると、「質への逃避」によって資本はより安全性の高い投資先へと移動する。この資本流出によって資本コストが上昇し、投資が減る。この論文では、1983～2009 年の 48 か国の S&P の格付けを用いて、格付けの変化が民間投資の成長率に与える影響を検証している。推計によると、格下げ後に民間投資は大きく落ち込むが影響は一時的で、影響は格下げが起こった年と翌年に限られた（格上げの場合は、一時的な増加が起こる）。また、この一時的な影響は、資本コストを通じて生じることを明らかにしている。彼らは、こうした一時的な投資の減少は、

「不確実性下の不可逆的な選択の理論」によって説明できるとしている¹⁴⁾。

上記のように、ソブリン格付けの変更が投資に与える影響についての研究は非常に限られている。例えば FDI に格付け変更のスピルオーバー効果はあるのか、また、Mai Nguyen and Knyphausen-Aufseß (2014) が指摘するように、FDI の種類や産業によって影響は違うのかなど、研究の余地が残されている。

2.3 経済成長への影響

ソブリン格付けが資本フローや投資に影響を与えるならば、それらを通して経済成長にも影響を与えられ得る。Chen et al. (2016) は、ソブリン格付けの見直しは、利子率と資本フローを通して当該国の経済成長に影響を与えるとして、格付け変更と成長率との関係を実証的に検証している。具体的には、例えば格下げの場合、企業が国際資本市場から資本を得ることが難しくなり、また投資家が当該国から資本を引き上げるため、資本コストが上昇する。クレジットは抑制され、実体経済の活動も鈍化する、という仮説を検証している。1982～2012 年の S&P の格付けデータを用いて、5 年間の年平均経済成長率とソブリン格付け変更との関係を分析した結果、1 ノッチの格上げは成長率を約 0.6% 引き上げる（1 ノッチの引き下げは、0.3% 成長率を引き下げる）、格付け変更は利子率と資本フローを通じて経済成長に影響を与える、ことを明らかにした¹⁵⁾。筆者の知る限り、この論文が、経済成長と格付けとの関係を検証した現在のところ唯一の研究である¹⁶⁾。

格付けと経済成長の関係については、ほとんど既存研究がないのが現状である。格付けの影響を包括的に捉える上で、格付けと経済成長の関係やその二つをつなぐ経路を明らかにすることは意義深い。内生性のコントロールという難しさはある

14) 投資家は新しい情報が出て不確実性が解消するまで投資を控える。よって、投資の一時的な減少が生じる、としている。

15) なお、経済成長は格付けの主要な要因の一つであり、経済成長と格付けの間には双方向の因果関係が存在するが、この内生性の問題に対してシステム GMM と Difference-in-differences フレームワークによって対処している。また、格付け変更と経済成長をつなぐ経路の検証に関しては、三段階最少二乗法を用いている。

16) この研究は投資に関する実証研究を行った Chen et al. (2013) と同じ研究グループによるものであるが、投資に関する結果とこの経済成長に関する結果の整合性については説明されていない。

ものの、今後の発展が求められる分野である。

2.4 今後の課題

本稿では、ソブリン格付けが、資本市場、投資、経済成長とどう関係しているのかについて先行研究をレビューした。これまでの研究により、格付け変更に関するどのようなニュース（格上げなのか格下げなのか）が、どのように（プラスなのかマイナスなのか）、経済の何（資本市場、投資、成長など）に影響を与えるのかが明らかにされてきた。しかし、すでに指摘した通り、それぞれの分野でさらなる発展の余地がある。特に、資本市場に対する影響は多く研究されているが、投資そして経済成長への影響は研究の積み重ねが少ない。資本市場についても、産業の違いなどより詳細な研究に発展の余地がある。また、行動経済学やゲーム理論など、違う側面からのアプローチも考えられる。

加えて、格付けが政策運営に与える影響について、研究の余地がある。ソブリン格付けは、本稿のレビューで示した通り、様々な経路を通して経済に影響を与え、特にその影響は格下げの場合に大きい。格下げが経済に大きな負の影響を与えることを政策立案者が理解しているならば、格下げとなるような事態は避けたい、もしくは格下げになった場合には格を元に戻したいと考え、財政規律の厳守など格の維持や格上げにつながる政策を優先する可能性がある。特に資本が不足、もしくは国際資本移動に対して脆弱な発展途上国においては、格の維持・向上につながる政策を優先する可能性が高い。しかし、ソブリン格付けはあくまでも債務返済の能力や意思を表すものであり、貧困削減や所得の再分配などは格付けにおいてそれほど大きな要因とはならない。したがって、格付けの変更が、貧困削減のための支出の減少や不平等の拡大につながる事が考えられる。こうした関係を実証的に検証することで、格付けがもたらす影響を新たに見出すことが期待できる。

おわりに

本稿では、ソブリン格付けの変更がどのように経済活動に影響を与えるのかを、先行研究のレ

ビューを通して明らかにした。ソブリン格付けが果たす役割は大きく、その影響の大きさからこれまで様々な批判を受けてきた。先行研究ではソブリン格付けが資本市場だけでなく、投資、経済成長など実体経済へも影響することが示されており、批判や格付会社の規制には妥当性があるといえる。

しかし、ソブリン格付けが及ぼす影響については、さらなる研究の余地がある。投資や経済成長に関する研究はまだ限定的である。また、格付けの変更と財政運営の関係など、新たな研究テーマも考えられる。ソブリン格付けへの批判は、景気変動を助長するといった観点が中心になってきた。格付けがこうした影響以外に、どのような、そしてどの程度影響を持っているのかをさらに明らかにすることで、格付会社の規制や新たな格付機関の設立といった様々な政策を検討する際の基礎を提供することができる。今後、研究のさらなる発展が求められる。

参考文献

- 田中英隆、石渡明、『格付 価値の再認識と広がる投資戦略』、日本経済新聞出版社、2016年。
- 森田隆大、『格付けの深層：知られざる経営とオペレーション』、日本経済新聞出版社、2010年。
- 森田隆大、「それでも格付けは使われる」、日経スタイル、2011年8月10日（http://style.nikkei.com/article/DGXNMSFK0901U_Z00C11A8000000?channel=DF280120166594&style=1、2017年1月4日アクセス）。
- 山澤光太郎、『よくわかる格付けの実際知識』、東洋経済新報社、2003年。
- Fitch、「信用格付を付与するために用いる方法の概要（ソブリン）」、2016年7月18日（https://www.fitchratings.co.jp/ja/images/Rating%20Methodology_Sovereign_201607.pdf、2017年1月5日アクセス）。
- Moody's、「ソブリン債の格付」、2016年1月27日（<https://www.moodys.com/sites/products/ProductAttachments/MoodysJapan/187270.pdf>、2017年1月5日アクセス）。
- S&P、「ソブリンの格付け手法」、2015年6月18日（https://www.standardandpoors.com/ja_JP/delegate/getPDF?jsessionid=JiyCAyGYCRPzDecOCOH8YPqf3fjqalierLqeWrvt6sKLVAnl1Diu!421854572?articleId=1765393&type=COMMENTS&subType=REGU

- LATORY, 2017 年 1 月 5 日アクセス)。
 S&P, 「S&P の格付け定義等」、2016 年 8 月 22 日
 (https://www.standardandpoors.com/ja_JP/delegate/getPDF?articleId=1697447&type=COMMENTS&subType=RATING%20DEFINITION、2017 年 1 月 5 日アクセス)。
 Afonso, António, Davide Furceri, and Pedro Gomes, 2012, "Sovereign Credit Ratings and Financial Markets Linkages: Application to European Data," *Journal of International Money and Finance*, Vol.31(3), pp.606-638.
 Afonso, António, Pedro Gomes, and Abderrahim Taamouti 2014, "Sovereign Credit Ratings, Market Volatility, and Financial Gains," *European Central Bank Working Paper Series*, No.1654/March 2014.
 Almeida, Heitor and Cunha, Igor and Ferreira, Miguel A. and Restrepo, Felipe, 2016, "The Real Effects of Credit Ratings: The Sovereign Ceiling Channel" (January 8, 2016). *Journal of Finance*, Forthcoming. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2349051> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2349051>
 Alsakka, Rasha, and Owain Ap Gwilym, 2013, "Rating Agencies' Signals During the European Sovereign Debt Crisis: Market Impact and Spillovers," *Journal of Economic Behavior & Organization*, Vol.85, pp.144-162.
 Bayar, Yilmaz, and Cüneyt Kılıç, 2014, "Effects of Sovereign Credit Ratings on Foreign Direct Investment Inflows: Evidence from Turkey," *Journal of Applied Finance and Banking*, Vol.4(2), pp.1792-6580.
 Cantor, Richard, and Frank Packer, 1996, "Determinants and Impact of Sovereign Credit Ratings," *Economic Policy Review*, Vol.2(2).
 Chen, Sheng-Syan, Hsien-Yi Chen, Chong-Chuo Chang, and Shu-Ling Yang, 2013, "How Do Sovereign Credit Rating Changes Affect Private Investment?" *Journal of Banking & Finance*, Vol.37, pp.4820-4833.
 Chen, Sheng-Syan, Hsien-Yi Chen, Chong-Chuo Chang, and Shu-Ling Yang, 2016, "The Relation between Sovereign Credit Rating Revisions and Economic Growth," *Journal of Banking & Finance*, Vol.64, pp.90-100.
 Cohen, Andrew, and Mark D. Manuszak, 2013, "Ratings Competition in the CMBS Market," *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol.45, s 1, pp.93-119.
 Ferri, Giovanni, L. G. Liu, and Joseph E. Stiglitz, "The Procyclical Role of Rating Agencies: Evidence from the East Asian Crisis," *Economic Notes*, Vol.28(3), pp.335-355.
 Friedman, Thomas L., "Foreign Affairs; Don't Mess with Moody's", *New York Times*, February 22, 1995.
 Gande, Amar, and David C. Parsley, "News Spillovers in the Sovereign Debt Market," *Journal of Financial Economics*, Vol.75(3), pp.691-734.
 Kaminsky, Graciela, and Sergio L. Schmukler, 2002, "Emerging Market Instability: Do Sovereign Ratings Affect Country Risk and Stock Returns?" *The World Bank Economic Review*, Vol.16.2, pp.171-195.
 Mai Nguyen, Janna, and Dodo zu Knyphausen-Aufseß, 2014, "The Impact of Sovereign Credit Ratings on Corporations: A Literature Review and Research Recommendations," *Financial Markets, Institutions & Instruments*, Vol.23.3, pp.125-178.
 Partnoy, Frank, 1999, "The Siskel and Ebert of Financial Markets: Two Thumbs Down for the Credit Rating Agencies," *Washington University Law Quarterly*, Vol.77, pp.619-712.
 Polito, Vito, and Mike Wickens, 2014, "Modelling the US Sovereign Credit Rating," *Journal of Banking & Finance*, Vol.46, pp.202-218.
 Reisen, Helmut, and Julia Von Maltzan, 1999, "Boom and Bust and Sovereign Ratings," *Working Paper*, No.148, OECD Development Center.
 Ryan, John, 2012, "The Negative Impact of Credit Rating Agencies and Proposals for Better Regulation," *SWP Working Paper*, FG 1, 2012/Nr 01, January 2012, SWP Berlin.